



**ORCADIA**  
asset management

# Les effets macroéconomiques de moyen terme de la Covid-19

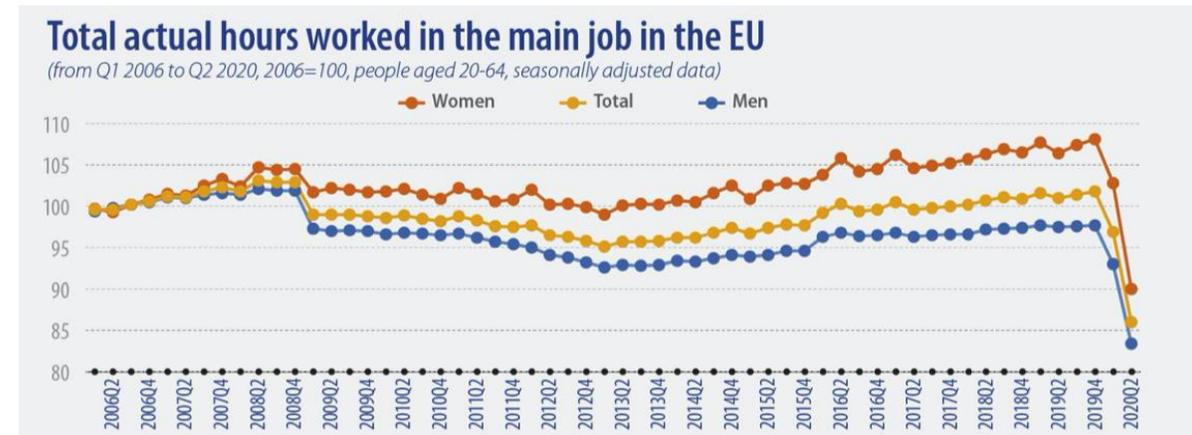
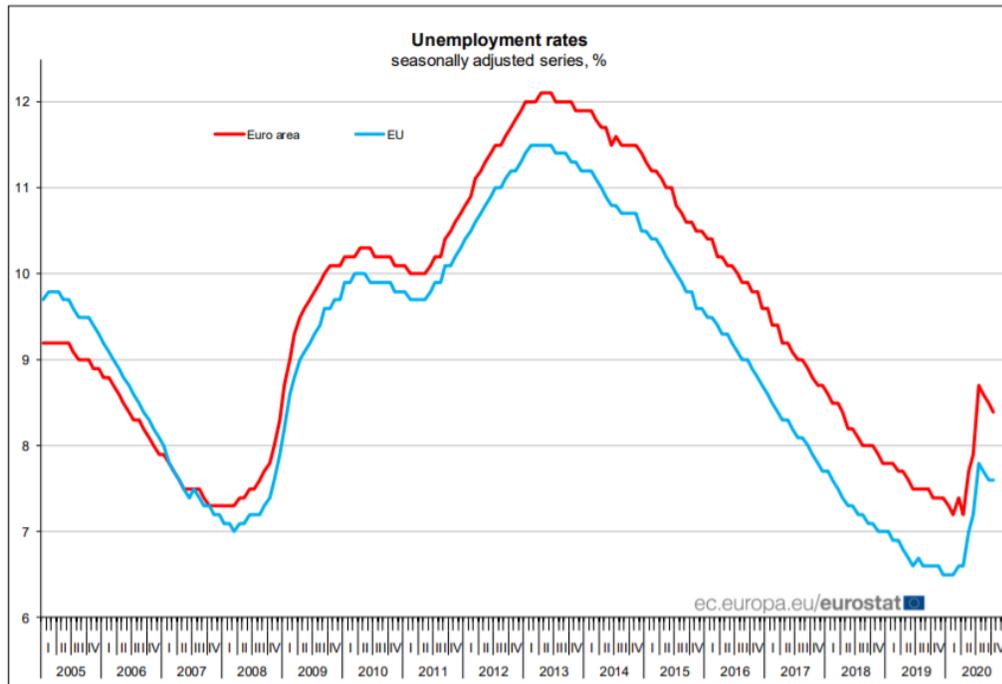
## Quelques observations

Etienne de Callataÿ  
Orcadia AM

Société Royale d'Economie politique de Belgique  
16 décembre 2020

# D'autres indicateurs

## Données tronquées – indicateur basique #1 – chômage



⇒ Changement dans la formulation de l'objectif de la Federal Reserve

# D'autres indicateurs

## Données tronquées – indicateur basique #2 – inflation

Banques centrales en aveux

- Poids de l'immobilier
- Prise en compte du progrès technologique
- Brusques changements dans le panier

Covid-19 => on dépense + en alimentation et moins en transport

=> alimentation sous-pondérée et transports surpondérés

Or, hausse des prix de l'alimentation et baisse des prix des transports

=> sous-estimation de l'inflation (\*)

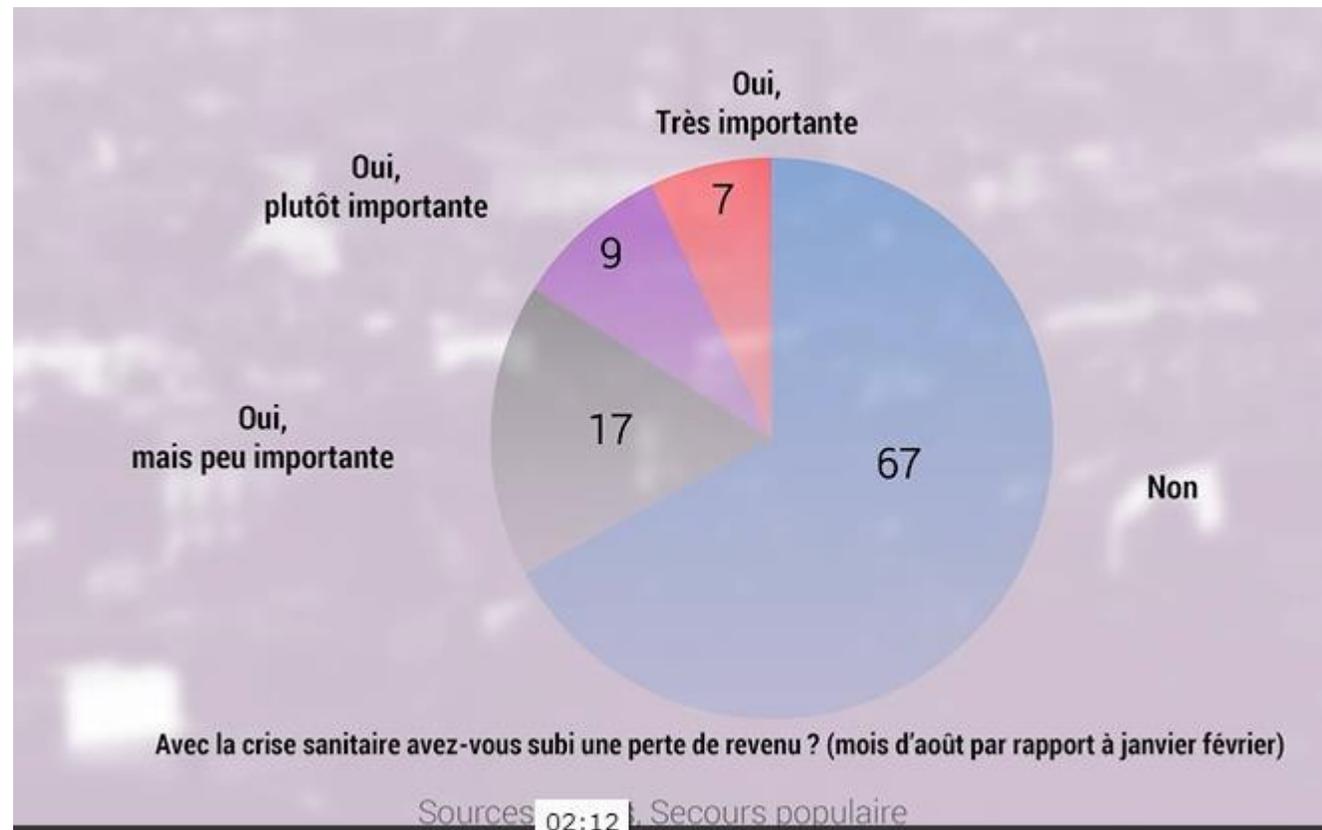
(\*) Source : Marshall B Reinsdorf, COVID-19 and the CPI: Is Inflation Underestimated?, IMF, 5 novembre 2020

Abstract : "COVID-19 changed consumers' spending patterns, making the CPI weights suddenly obsolete. In most regions, adjusting the CPI weights to account for the changes in spending patterns increases the estimate of inflation over the early months of the pandemic. Under-weighting of rising food prices and over-weighting of falling transport prices are the main causes of the underestimation of inflation. (...)"



# D'autres indicateurs

## Importance de la distribution



# Le fait du Prince

## A ne pas surestimer

La récession est généralement attribuée au confinement ... mais en amont c'est d'abord la peur qui l'explique

Etude US : chute à peu près équivalente des activités commerciales entre là où le confinement a été sévère et là où il a été léger

*“The COVID-19 crisis led to an enormous reduction in economic activity. We estimate that the **vast majority of this drop is due to individuals’ voluntary decisions to disengage from commerce rather than government-imposed restrictions on activity.**”*

Source : Austan Goolsbee and Chad Syverson, Fear, Lockdown, and Diversion : Comparing Drivers of Pandemic Economic Decline 2020, NBER, Working Paper 27432, June 2020

# Le fait du Prince

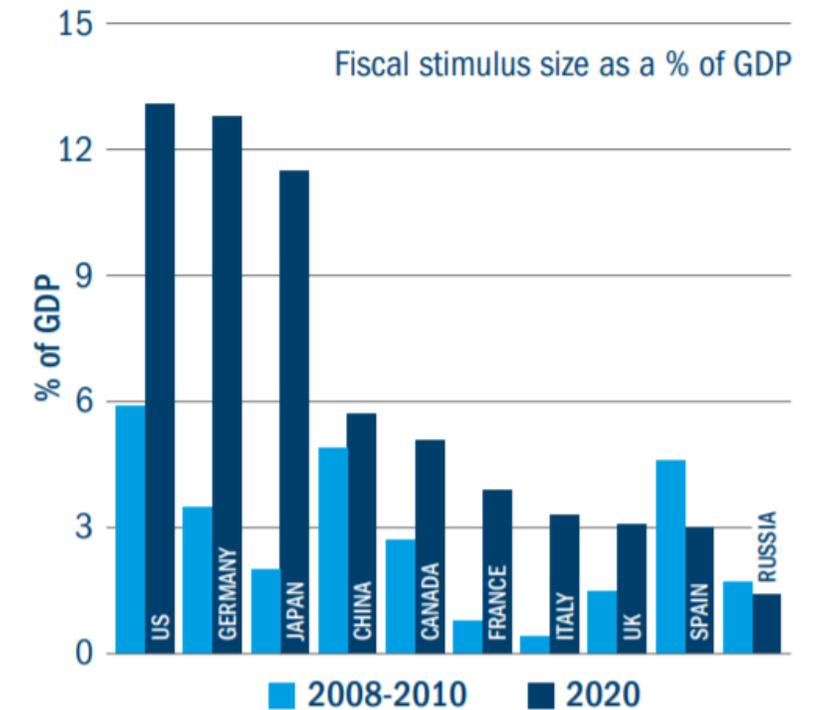
## A ne pas sous-estimer : policy mix sans précédent

- Sur le plan monétaire
- Sur le plan budgétaire
- Mesures réglementaires : concurrence, aides d'Etat, fonds propres des banques, ...



Source : Fed of Saint-Louis, consultation 30/11/2020

Figure 2: Fiscal stimulus is greater today than it was during the GFC



Note: Loan guarantees are excluded if there is a specific amount in the news

Source: BCA Research, July 2020.

# Comparaison n'est pas raison

## Fin 2020, sommes-nous en 2012 ou en 2009 ?

- Fin 2020 : lumière au bout du tunnel
  - La seconde vague a été moins destructrice (santé, économie)
  - On se rapproche de vaccins
- 2012 : « *What ever it takes* »
  - ≠ fin des difficultés macroéconomiques
  - = point d'inflexion dans l'état d'esprit / confiance – anticipation auto-réalisatrice
  - Aujourd'hui, même cercle vertueux possible
- 2009 : sortie de la Grande Crise Financière... pour tomber dans la crise souveraine
  - Post 2009: cercle vicieux entre banques créancières des Etats et Etats garants des banques
  - Aujourd'hui, même cercle vicieux possible (amorcé par des défaillances de crédit au secteur privé ?)



# Scénario conjoncturel

## Notre scénario central

- Crise extrêmement brutale ... mais pas systémique
  - Pas d'effet durable sur la confiance
  - Pas de destruction de capital (population active, compétences [pas d'hystérèse], équipement)
- Le rebond n'est pas qu'une vue livresque : cf. données de Q3 et la Chine
- Consommation à débrider (taux d'épargne au sommet, taux d'intérêt au plancher)
- Confiance dans les banques centrales au sommet (quand le « out of the box » fonctionne)
- Politique budgétaire complaisante
- Poussée coopérative (face à la Covid, au sein de l'UE, avec les Etats-Unis)
- Ne pas faire des faillites un épouvantail (**voir visuel suivant**)



# Scénario conjoncturel

## Prudence, prudence

- Inconnues sanitaires
- Inconnues sur le comportement des agents économiques
  - Consommation
  - Emploi
  - Investissement
  - Défaillances de crédit
  - Attitude politique face à un choc très inégal
  - ...



# La crise et l'entreprise

## Effets multiples ... mais spécifiques

- Effets sur l'organisation du travail
  - Télétravail, visioconférence, digitalisation, ...
- Effets sectoriels dans la durée
  - e-commerce, voyages d'affaires, immobilier de bureau et commerce, maisons de repos, ...
- Coûts vs. résilience
  - Coût des normes sanitaires / perte d'efficacité
  - Diversification des fournisseurs et des clients; diversification des activités
  - Maintien de stocks (du « *just in time* » au « *just in case* »)
  - « Re-shoring » de certaines activités
  - ... mais aussi des économies de coût (ex.: voyages d'affaires)
- Opportunités
  - Liées aux changements dans les préférences (visioconférence vs. voyages d'affaire)
  - Liées à la disparition de concurrents (arrêt d'activités, faillites, fusions, acquisitions)

# La crise et l'entreprise

## Faillites, entre réallocation et désertification

SOIT un repreneur reprend l'activité

Il y a un gagnant (rachat bon marché) et des perdants (actionnaires et créanciers)

- Point de vue macro : neutralité – l'activité est maintenue

SOIT personne ne reprend l'activité

– Si par absence de perspective

- Point de vue macro : accepter cette réallocation des ressources, bénéfique (« destruction créatrice »)

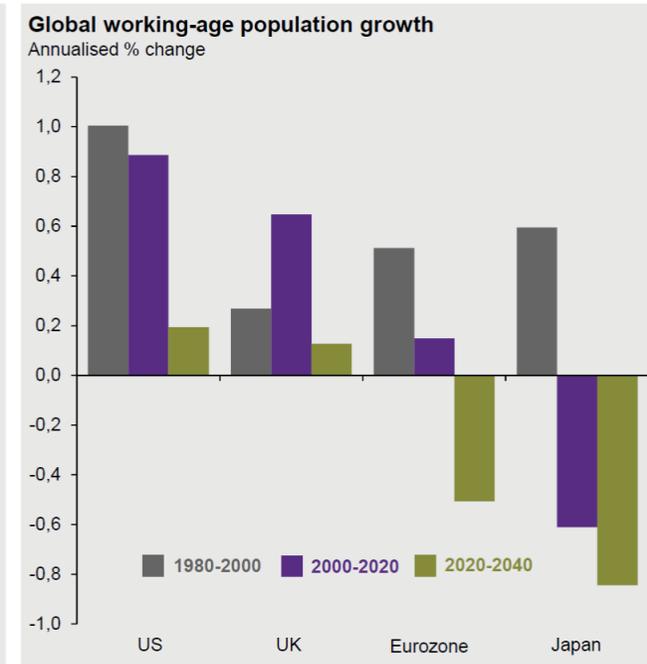
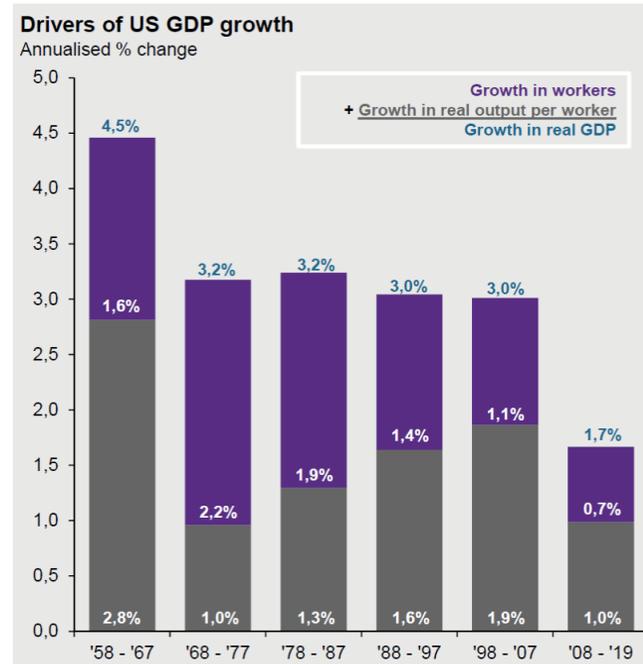
– Si par peur collective (pas d'accès au crédit pour le repreneur, ...)

- Point de vue macro : redouter ce « *dilemme du prisonnier* » / sentier de croissance durablement affecté

# Croissance tendancielle

## Potentiel : des attentes modérées (avant Covid-19)

Croissance =            variation du nombre de personnes en âge de travailler  
+ variation du taux d'emploi  
+ gains de productivité



# Croissance tendancielle

## Covid-19 et croissance potentielle

- **Du favorable**

- Expériences passées : les pandémies ont plutôt dynamisé les sociétés (ex.: la Grande Peste a fait monter les revenus par raréfaction de la main-d'œuvre)
- Destruction créatrice
- Baisse de la prime de risque des entrepreneurs (put des banques centrales et des Etats)

Reasons to be cheerful

The pandemic could give way to an era of rapid productivity growth

Businesses have adopted new processes and technologies—and there are signs that they may pay off

The logo for The Economist, featuring the words "The Economist" in white serif font on a red rectangular background.

Source : The Economist, Dec 8, 2020

- **Du défavorable**

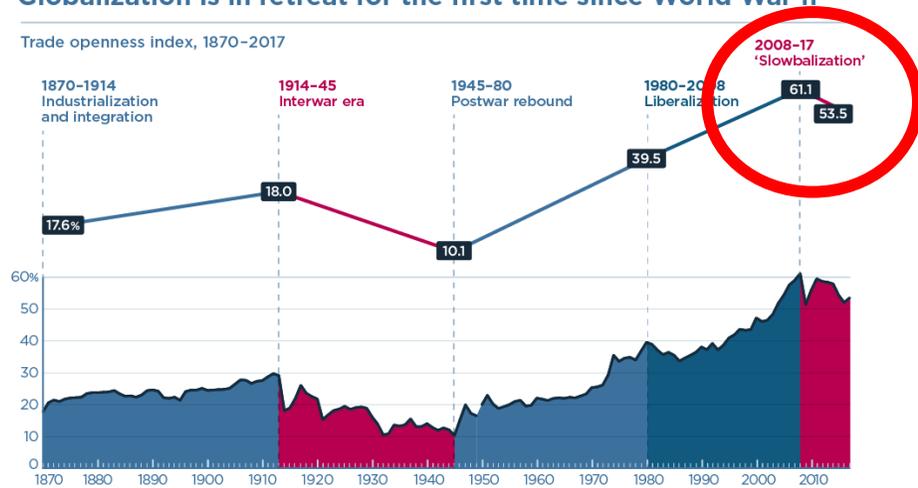
- La crise pourrait décourager l'entrepreneuriat
- Gains de productivité affectés par ↓ capex et ↓ concurrence
- Hausse de la dette publique = épée de Damoclès => hausse de la prime de risque

# Commerce international

## Les beaux jours de la globalisation étaient déjà passés

### Globalization is in retreat for the first time since World War II

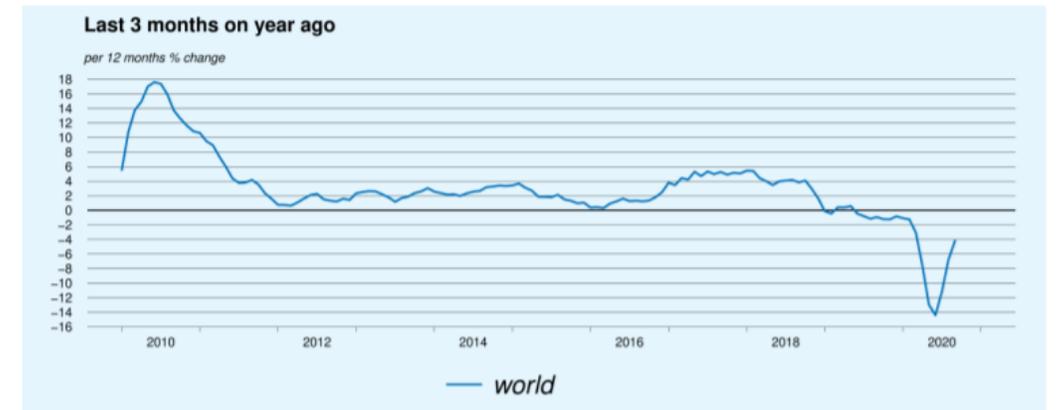
Trade openness index, 1870-2017



**Note:** The trade openness index is defined as the sum of world exports and imports divided by world GDP. 1870 to 1949 data are from Klasing and Milionis (2014); 1950 to 2017 data are from Penn World Tables (9.0).

**Source:** Our World in Data, <https://ourworldindata.org/grapher/globalization-over-5-centuries>.

### WORLD MERCHANDISE TRADE VOLUME, CHART 3



Source : Douglas A. Irwin, The pandemic adds momentum to the deglobalization trend, PIIE, April 23, 2020; CPB World Trade Monitor September, Nov. 25, 2020

# Commerce international

## Tendance de fond ... et impact de la Covid-19

- **Tendance de fond :**
  - Progrès technologique (imprimante 3D, ...)
  - Convergence des coûts salariaux
  - Questions de sécurité nationale (Huawei, ZTE, ...)
  - Résistance politique (nationalisme, perdants de la globalisation, absence de « *level playing field* », course au moins-disant fiscal, social et environnemental [« *race to the bottom* »])
  - Effet le plus durable de D. Trump (voir J. Pisani-Ferry, août 2020)
- **Impact de la Covid-19 :**
  - « re-shoring » (équipements médicaux, ...)
  - taxes nouvelles sur le commerce (ETS pour transport aérien et maritime, taxe carbone à la frontière)
  - MAIS Covid-19 => ↑ télétravail + ↑ digitalisation => ↑ concurrence mondiale entre travailleurs (cf. Branko Milanovic, Social Europe, 7th December 2020)

# Finances publiques

## Le budget, témoin le plus visible de la crise

- Impact automatique :
  - Via le PIB, dénominateur des taux de déficit et d'endettement
  - Sur les recettes (↓ base taxable)
  - Sur les dépenses (↑ dépenses sociales)
- Impact discrétionnaire :
  - Mesures de relance
  - Aspirations collective (↑ dépenses de santé)
  - Sur la croissance potentielle ?

# Finances publiques

## Qui va payer pour ces mesures de relance ? (1/2)

### Option 1 : Les générations actuelles

- Impôts alourdis
  - Taxes environnementales (règles CO2 pour aviation et transport maritime, taxe carbone à la frontière, taxe sur plastique non réutilisable)
  - Taxation des multinationales
- Coupes dans les dépenses ?
- Au total, austérité peu vraisemblable
  - Les marchés se sont accommodés de dettes publiques élevées
  - Le discours politique a changé
  - Il y aura TOUJOURS de bonnes raisons de reporter les efforts !

# Finances publiques

## Qui va payer pour ces mesures de relance ? (2/2)

### Option 2 : Les générations futures

Elles devront « passer à la caisse » en cas de perte de confiance, induisant une hausse des taux d'intérêt

### Option 3 : « Personne »

- Au travers d'un refinancement à très long terme (si pas perpétuel) à taux 0%
  - Pas impossible : cf. Japon en 2020 / « répression financière »
  - Pas nécessairement inflationniste (voir faiblesse récente de l'inflation)
- OU au travers de l'annulation du surcroît de dette dû au Covid-19
  - Pas un tabou : cf. Allemagne après la Seconde Guerre Mondiale ... et Belgique dans les années '90

Préférer un taux zéro ou une annulation partielle ? [Voir visuel suivant](#)

# Finances publiques

## Taux zéro ou annulation ?

### Entre deux maux, choisir le moindre

La politique de taux 0% pose problème :

- Perte de pouvoir d'achat de l'épargnant prudent (« euthanasie du rentier », Keynes)  
=> risque de mécontentement populaire
- Incitation à la formation de bulles financières
- Absence de « destruction créatrice »
- Pas de plus-value (par baisse des taux) compensatoire en cas de mauvaise nouvelle
- Elle est tributaire de la confiance envers les banques centrales (risque de peur auto-réalisatrice)

⇒ Option 1 : taux 0% pour financer un Etat bien géré et un taux positif pour le reste de l'économie

⇒ Option 2 : annulation – partielle – de la dette publique

MAIS risque d'abandonner toute discipline budgétaire (« boîte de Pandore »)

# Finances publiques

## L'emballement de l'endettement, un crime ?

Non !

- On n'avait pas le choix
- Pas d'effet négatif à court terme point de vue :
  - Accélération de l'inflation
  - Effet d'éviction des investissements privés
- Pas si grave / réformer structurellement les retraites a plus d'impact sur le budget !
- Tenir compte de la baisse des taux ! (parallèle : le ménage peut emprunter plus pour sa maison quand les taux d'intérêt sont bas) / le ration dette/PIB est un mauvais ratio, il faudrait dette / valeur actualisée des PIB futurs OU charge de la dette / PIB ... qui est à un niveau particulièrement bas
- Ce qui compte ? La qualité des finances publiques (fiscalité, enseignement, sécurité sociale, infrastructures, recherche, ...) (parallèle : emprunter pour acheter une maison est sage)
- La remontée des taux n'aurait qu'un effet différé, grâce à la longue maturité de la dette existante

Voir Jason Furman and Lawrence Summers, A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates, November 30, 2020, Brookings, mimeo, <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/11/furman-summers-fiscal-reconsideration-discussion-draft.pdf>

# L'Europe

## Une Europe renforcée ...

### Au niveau de l'Union

- Budget de EUR 750 milliards, avec mutualisation, programme SURE, ...
- Elargissement des ETS au transport aéronautique et maritime
- Perspective d'impôts paneuropéens (*border tax adjustment*, taxes sur les multinationales, ...)

### Au niveau de l'Union monétaire

- Renforcement de la cohésion; Grèce et Italie se financent moins chers que les Etats-Unis; qu'en aurait-il été s'ils avaient été en dehors (cf. le récent relèvement des taux en Turquie) ? => intérêt pour ces pays d'être dans l'UEM

*"In the age of COVID-19, the euro experiment appears to have paid off. Greece and Italy, once at the center of a long-drawn-out debt crisis, can now borrow more cheaply than the US can. Ten years ago, many commentators suggested that Italy would have been better off had it followed a currency regime like Argentina's, which allows for devaluation. It is safe to assume that no one would make that case today."* (Harold James, *The Financial Equivalent of a Vaccine*, Project Syndicate, Dec 1, 2020)

### Au niveau de la BCE

- Crédibilité renforcée
- (première) entorse au plafond de 33% de détention maximale par émission

# L'Europe

## ... ou une Europe plus hétérogène ?

Les fondamentaux macroéconomiques ne convergent pas en Europe

- L'écart de PIB entre Nord et Sud s'est accentué
- Les spécialisations sectorielles exacerbent les différences (« pharma vs. tourisme »)
- Coûts salariaux unitaires
- Gains de productivité
- Niveau d'endettement public

# « Le monde d'après »

## Panser la crise ... et penser l'après-crise

### Illustration : les maux de la Belgique

- Environnement
- Mal-être (invalidité, inégalités, ..)
- Education (performance et inégalités)
- Efficience des pouvoirs publics
- Soutenabilité des finances publiques / sensibilité au taux d'intérêt
- Tissu économique d'entreprises de pointe avec ancrage national
- Evolution de la productivité
- Cohésion sociale
- ...

# « Le monde d'après »

## **Le coronavirus, adversaire de la transition environnementale ...**

Une vue : la crise va nuire à la transition

- L'urgence est à la relance ... et après avoir aidé l'aéronautique ou l'automobile, plus difficile de prendre des mesures qui les pénaliseraient
- « Des fins de mois plus difficiles rendent la fin du monde moins prioritaires »
- Moins de moyens budgétaires ... y compris pour financer la transition
- La crise impose de donner la priorité aux aînés
- Avec la Covid, est véhiculée l'idée que « Moins de croissance = moins de bien-être »

# « Le monde d'après »

## ... ou le coronavirus, adjuvant de la transition environnementale ...

Vue alternative : la crise va servir la transition

- Lien entre santé et environnement  
(ex.: impact de la qualité de l'air, par ex.)
- Capacité des Etats à agir vite et fort
- Capacité à altérer notre vie quotidienne
- Carcan budgétaire a sauté, au service d'un Green Deal vert
- Effets sectoriels : aéronautique, croisière, automobile, énergie fossile, commerce international (moins de volume et le risque de « *stranded assets* », qui induit un coût de financement pénalisant)
- Arbitrages budgétaires, d'où soutenir que ce qui est durable
- Surperformance boursière du ESG pendant la crise de la Covid-19 (**voir visuel suivant**)

### ÉNERGIE

#### CHARBON EN POLOGNE : LE COVID-19 A RÉUSSI LÀ OÙ LA POLITIQUE EUROPÉENNE A ÉCHOUÉ

La plus grande entreprise publique polonaise dans le secteur du charbon est en grande difficulté. Elle a affiché de massives pertes au premier semestre et va devoir fermer deux de ses mines. Un électrochoc pour le gouvernement qui

# « Le monde d'après »

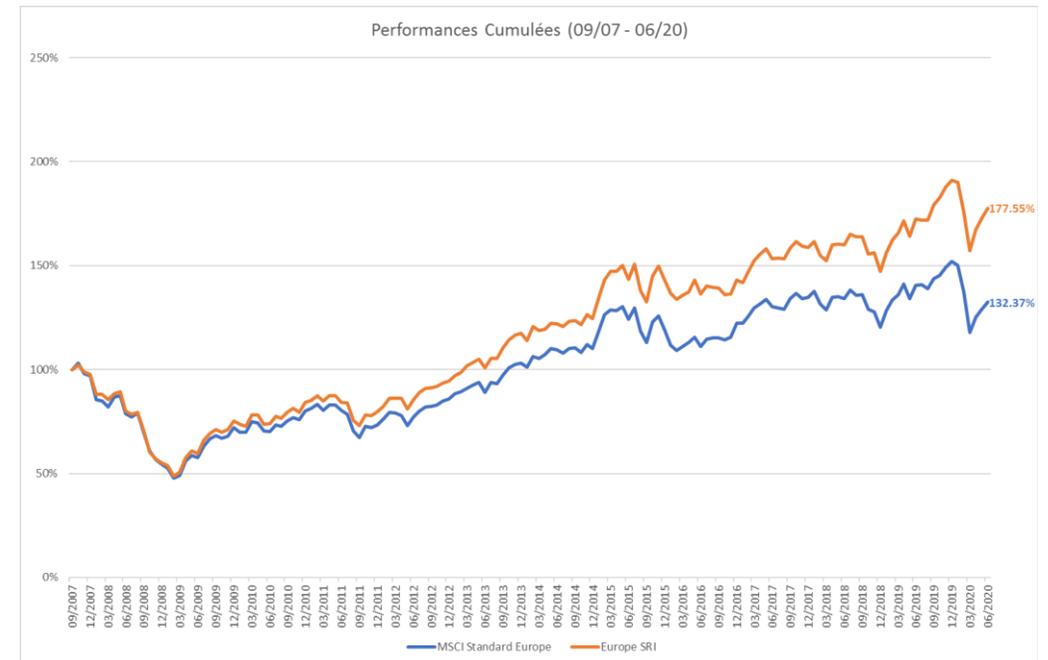
## Une transition anticipée par les marchés financiers

Comparaison de l'évolution des indices MSCI entre indice « classique » et indice « responsable »

Par zone au 1er semestre 2020

	Europe	EMU	USA	Japon	Pays Emergents
Standard	-12.89%	-12.34%	-2.57%	-7.24%	-9.88%
SRI	-7.12%	-9.34%	2.72%	-5.02%	-12.99%

En cumulé depuis 2007 sur la zone euro



# « Le monde d'après »

## Glissements dans la fiscalité

### Des lames de fond « de gauche et de droite »

- Environnement
  - Taxation du CO2 et autres pollutions / principe du pollueur payeur
- Commerce international
  - « *Border tax adjustment* »
- Efficacité économique
  - Surtaxation des entreprises dans les secteurs oligopolistiques / à taux de rendement très élevés
  - Tax shift ( ↓ taxe sur l'activité économique, ↑ taxe sur immobilier, rentes et consommation de ressources non renouvelables)
- Lutte contre l'optimisation fiscale internationale (et la fraude)
  - Transparence fiscale pays par pays pour les entreprises qui ont été aidées par les pouvoirs publics
  - Taux international minimum d'Isoc (cf. OCDE / BEPS)
  - Impôt alternatif (sur le chiffre d'affaire par pays) des entreprises des services digitaux (les GAFAM)
  - Transparence sur les patrimoines offshore

# « Le monde d'après »

## Dé-légitimisation du capitalisme tel que pratiqué

### Les contradictions du modèle

- Prôner les vertus de la concurrence ... mais pas pour soi (rachats anti-concurrentiels et actionnariat commun)
- Capitalisme d'influence : pourquoi aider Aviapartner et pas Swissport ?
- Vanter les mérites de la responsabilisation ... mais pas pour soi (rejet de la fiscalité environnementale ou d'un lien entre cotisations sociales et qualité de l'emploi)
- Ambiguïté face au risque
  - Parler des profits comme la « juste rémunération du risque » ... alors que le risque sanitaire encouru par les employés est mal payé
  - Demander de la flexibilité aux salariés ... mais se couvrir avec un parachute doré
- Exiger un rendement sur fonds propres élevé ... mais si le risque se matérialise, se tourner vers l'Etat ... sans avoir à payer une prime d'assurance ou à partager un retour à bonne fortune
- ...

# Inflation

## Spectre de la déflation ... ou de l'inflation ? (1/3)

- La récession est désinflationniste  
(↓ demande, ↓ pression salariale, ↓ prix des matières premières)
- Tendance lourde de désinflation
  - Vieillesse
  - Progrès technologique

MAIS ...

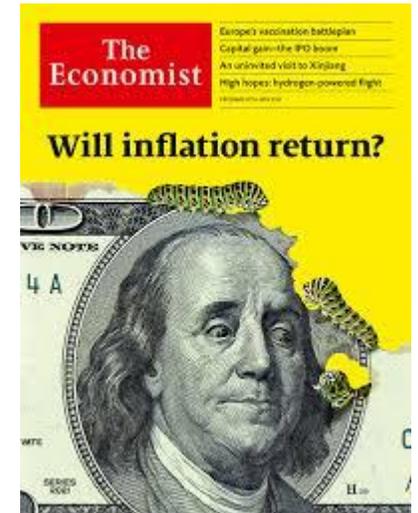


# Inflation

## Spectre de la déflation ... ou de l'inflation ? (2/3)

Ne pas exclure un retour de l'inflation :

- Choc d'offre négatif
- Coûts de production plus élevés (« *re-shoring* », stocks [« *just in case* » vs. « *just in time* »], barrières au commerce, règles sanitaires [ex.: nombre de passagers par avion ou de clients dans les magasins])
- Moins de concurrence (faillites, règles concurrentielles relâchées, ...)
- Politiques de soutien du pouvoir d'achat (ex.: revalorisations salariales sectorielles, hausses du salaire minimum, ...), aidées par
  - la « nouvelle théorie monétaire »
  - préoccupation relative aux inégalités
- ./..



# Inflation

## Spectre de la déflation ... ou de l'inflation ? (3/3)

Ne pas exclure un retour de l'inflation :

- Politique monétaire
  - Impact de l'assouplissement monétaire (théorie monétariste)
  - Asymétrie des préférences des banques centrales (inflation préférée à déflation)
  - Changements dans les objectifs de la FED (septembre 2020) : priorité à l'emploi (pas que taux de chômage) et objectif d'inflation en moyenne, pas 2% en plafond annuel
- Politique budgétaire
  - Fiscalité alourdie (taxe carbone, "border tax adjustment", taxe GAFAM, ...)
- Changer la base de calcul en y mettant des actifs, donc l'immobilier résidentiel (élément possible dans la « *revue de stratégie* » de la BCE)

# Marchés financiers

## Anormaux de manière anormale

- A priori, les marchés financiers regardent « *au-delà de la vallée* »
- L'histoire a montré, au contraire, des **mouvements myopes** d'amplification
  - Quand les bénéfices baissent, les cours baissent encore plus => rapport P/E déprimé
  - Quand les bénéfices montent, les cours montent encore plus => rapport P/E élevé
- Pas cette fois-ci, où les mauvaises nouvelles semblent minorées
- Pourquoi ?
  - Car certitude d'absence d'effet de moyen terme ? Peu crédible
  - Quels facteurs explicatifs ?

# Marchés financiers

## **Explication #1 : la bourse n'est pas l'économie**

La bourse, ce sont les profits (pas toute la VA) présents et futurs, actualisés, des sociétés cotées

## **Explication #2 : les banques centrales**

« *Don't fight the Fed* »; les taux d'intérêt sont durablement bas; les primes de risque sont OK

En incise : que les taux ne puissent plus baisser fait qu'en cas de mauvaise nouvelle, il n'y aura pas de plus-value obligatoire pour compenser la perte de valeur en actions => devrait pénaliser la bourse

# Marchés financiers

## Explication #3 : le risque extrême n'est plus si risqué

Les politiques de sauvetage sont « *bondholder & shareholder-friendly* »

- Rachat d'obligations *corporate* par les banques centrales
- Taux bas => bon pour la profitabilité des entreprises, en moyenne endettées
- Attitude « *bank-friendly* » des autorités (relâchement des exigences en fonds propres et taux emprunteur BCE < taux créditeur BCE)
- Conviction que sauver *Wall Street* aide *Main Street* (cf. Caballero et Simsek, NBER, 2020)
- Recapitalisation avec dilution très limitée d'entreprises emblématiques (Lufthansa, ...)
- Dispositifs transitoires au bénéfice des entreprises (chômage temporaire)
- Moins de concurrence : frein au commerce international, aides d'Etat, relâchement des règles de concurrence, faillite des petits concurrents (le restaurant du coin vs McDo, le théâtre vs Disney ou Netflix, ... )

⇒ Le put de Greenspan s'est renforcé et a été doublé d'un put des Etats

⇒ Le « *Too big to fail* » n'a pas été démantelé, il a été étendu !

# Marchés financiers

## Explication #4 : un danger qui fait oublier les autres risques

On a le choix : endettement privé, populisme, tensions géopolitiques, cybercriminalité, coût de la transition environnementale (même si moindre que coût de la non-action), ...

## Explication #5 : des bénéfices pas menacés dans la durée

Certes,

- Perte de PIB = perte de bénéfice
- Coût de se rendre plus résilient (stocks, ...) et moins polluant
- Fiscalité (cf. OCDE sur les multinationales)

Mais aussi

- Marges bénéficiaires plus grandes si moins de concurrence (voir slide qui précède + faillites)
- Gains d'efficacité (télétravail, digitalisation, visioconférence, ...)
- Aspects salutaires de la crise : intégration européenne, pragmatisme budgétaire, ...

# Marchés financiers

## Facteurs de risque

- Reprise économique plus lente
  - Pandémie / 3<sup>ème</sup> vague / déception sur le vaccin (problèmes logistiques, refus de vaccination, mutation du virus)
  - Révision à la baisse du soutien budgétaire
    - pas d'accord sur le programme de relance aux Etats-Unis
    - blocage du budget européen par la Hongrie et la Pologne
    - retour en grâce d'un discours budgétaire plus orthodoxe
  - Brexit sans accord
- Inflation (cf. prix des matières premières – cuivre; acier)
- Remontée des taux d'intérêt réels / pentification de la courbe
- Déception sur les bénéfices des entreprises
- Sentiment de marché actuellement très favorable (« *priced for perfection* »)
- Explosion d'une bulle technologique



## Conclusion

# Conclusion

## Covid-19 : une note d'optimisme

- **Santé** : impulsion majeure pour la recherche, avec des effets de débordement sur d'autres pathologies, et aussi sur la politique de santé (tarification des médicaments, accès à la santé, inégalités, ...)
- **Collaboration**, entre pays (cf. budget européen), entre secteur public et secteur privé, entre entreprises
- **Information** : impulsion à utiliser les données (ex.: en économie, données granulaires sur les déplacements au départ des gsm, réservation de restaurant, ...)
- **Imprévu** : sensibilité accrue aux « tail risks », aux événements extrêmes, à commencer par l'environnement (*there is a growing chorus demanding that the new normal be "green"*); résilience des entreprises
- **Expérimentation** : gouvernance publique (rôle des experts, politique monétaire, ...), en entreprise (télétravail, coopération entre entreprises, ...)
- **Qualité de vie** : work/life balance, environnement, maisons de repos, ...

# Conclusion

## Doute

*« Le doute n'est pas une condition agréable, mais la certitude est absurde. »*

(Voltaire, 1767)

# Avertissement



## *Le sens du patrimoine*

Les opinions exprimées dans le présent document n'engagent que l'auteur.

Ce document n'est en aucune manière une recommandation d'investissement.

Aucune diffusion, même partielle, du document n'est autorisée sans l'accord explicite d'Orcadia AM.

Les performances du passé ne préjugent pas des performances futures.

Investir comporte des risques, jusqu'à la perte intégrale du capital.

[etienne.decaltay@orcadia.eu](mailto:etienne.decaltay@orcadia.eu)

[info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

[www.orcadia.eu](http://www.orcadia.eu)

